

# Edito

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

**Cher Client,**

Les derniers jours du mois de février 2002 ont été témoins des premiers signes de reprise économique. Que ce soit en Europe ou aux Etats-Unis, certains paramètres économiques sont repassés dans le vert et ont même dépassé les attentes des observateurs. Il semble donc bien que la reprise industrielle se profile à l'horizon.

Ces nouvelles nous permettent-elles de conclure en un climat boursier favorable en 2002 ? Chez Leleux Associated Brokers, nous pensons qu'il serait dangereux de verser trop rapidement dans l'euphorie et de se précipiter ainsi sur les valeurs boursières. Nous n'aurons de cesse que de vous conseiller de réfléchir à une stratégie d'investissement à moyen terme en fonction de votre profil de risque et de vos besoins financiers à venir. De nouveaux outils boursiers sont désormais à votre disposition pour limiter les risques que vous prenez en investissant dans les marchés boursiers, que ce soit l'utilisation des ordres stop loss désormais disponibles sur de nombreux marchés ou la prise de positions longues en produits dérivés (warrants ou options) en suivant un objectif de couverture de votre portefeuille. De même, une bonne diversification de votre portefeuille entre des produits à rendements fixes (euro-obligations, emprunts d'Etat, etc ...) et des actions de type blue chip (grande capitalisation) dans les secteurs traditionnels de l'économie vous permettront de gérer au mieux votre épargne. Toute notre équipe de chargés de clientèle se tient à votre disposition pour définir avec vous les contours de cette stratégie.

En cette période d'hésitation sur les marchés, Leleux Associated Brokers a continué à rechercher des solutions pour vous aider à mieux défendre votre portefeuille. Nous vous avons déjà parlé à de nombreuses reprises des ordres Stop Loss disponibles depuis juillet 2001 sur Euronext. Nous avons le plaisir de vous annoncer le lancement de cette fonctionnalité sur notre site Internet et en agences

sur les marchés américains. Dès le début du mois de mars, vous aurez désormais la possibilité de placer des ordres Stop à l'achat et à la vente sur les valeurs cotées sur le New York Stock Exchange, le Nasdaq et l'American Exchange. Nous espérons ainsi vous permettre d'utiliser pleinement les nouvelles facultés offertes par l'évolution récente des techniques de marchés.

Parallèlement à ces nouvelles possibilités technologiques, la concentration des marchés boursiers européens continue. Ainsi, Euronext, marché issu de la fusion des bourses de Bruxelles, Paris et Amsterdam, a signé des accords de partenariat avec les bourses de Lisbonne et de Varsovie. De même, après avoir uniformisé les plateformes de trading, Euronext s'attaque à cette tâche colossale d'uniformiser les plateformes de clearing. Aussi, dès le 8 mars 2002, les transactions traitées sur les segments français et belge d'Euronext seront liquidées dans le même système, baptisé Clearing 21. Les segments néerlandais d'Euronext basculeront quant à eux à la fin de l'année. Ces différentes migrations engendreront des économies de coût importantes, dont nous pourrons à notre tour vous faire bénéficier.

En vous remerciant de la confiance que vous témoignez envers notre Maison, nous vous souhaitons une excellente lecture de notre revue mensuelle.

Au nom du Conseil  
d'Administration  
**Olivier Leleux**  
Administrateur-Délégué



# Indices

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

INDICES au	22/02/02	31/12/01	Différence au 31/12/01	Différence au 25/01/02	Différence au + haut
<b>ACTIONS</b>					
AEX 25 (Pays-Bas)	478,34	506,78	(5,61%)	(4,97%)	(31,82%)
BEL 20 (Belgique)	2 679,79	2 782,01	(3,67%)	(3,96%)	(27,22%)
CAC 40 (France)	4 245,20	4 624,58	(8,20%)	(5,33%)	(38,67%)
DAX (Allemagne)	4 745,58	5 160,10	(8,03%)	(7,97%)	(41,16%)
FTSE 100 (G-B)	5 050,80	5 217,40	(3,19%)	(2,74%)	(27,12%)
NASDAQ (EUR)	193,42	223,58	(13,49%)	(7,70%)	(92,38%)
HEX (Finlande)	7 717,56	8 805,01	(12,35%)	(8,08%)	(49,88%)
OMX (Suède)	751,33	846,49	(11,24%)	(4,84%)	(41,43%)
SMI (Suisse)	6 186,50	6 417,80	(3,60%)	(2,91%)	(24,83%)
DJ Stoxx 50	3 435,20	3 706,93	(7,33%)	(4,83%)	(33,72%)
DJII (USA)	9 968,15	10 136,99	(1,67%)	1,30%	(14,97%)
NASDAQ (USA)	1 724,54	1 987,17	(13,22%)	(11,00%)	(65,84%)
TS 300 (CAD)	7 426,60	7 675,00	(3,24%)	(3,04%)	(31,17%)
NIKKEI (Japon)	10 356,78	10 542,62	(1,76%)	2,10%	(54,31%)
TWSE (Taiwan)	5 609,83	5 551,24	1,06%	(5,73%)	(17,99%)
STI (Singapour)	1 690,16	1 625,98	3,95%	(2,35%)	(18,33%)
MSCI World (J-1)	942,524	1007,97	(6,49%)	(4,03%)	(35,15%)
<b>TAUX</b>					
Taux EUR 3 mois	3,355%	3,294%	1,85%	(0,68%)	(34,63%)
Taux USD 3 mois	1,53%	1,680%	(8,87%)	(9,41%)	(76,02%)
Taux EUR 10 ans	4,913%	4,934%	(0,43%)	(1,21%)	(7,32%)
Taux JPY 10 ans	1,531%	1,368%	11,92%	3,94%	(19,72%)
Taux USD 10 ans	4,915%	5,101%	(3,65%)	(3,59%)	(16,82%)
<b>DEVISES</b>					
EURO en USD	0,8763	0,8828	(0,74%)	(1,15%)	(26,08%)
EURO en GBP	0,6123	0,6095	0,46%	(0,62%)	(8,54%)
USD en JPY	133,74	131,26	1,89%	3,31%	(16,23%)
Euro en JPY	117,9	115,88	1,74%	2,66%	(27,33%)
Or (once en USD)	293,45	276,45	6,15%	5,52%	(10,87%)
\$/baril	20,14	20,31	(0,84%)	7,76%	(45,85%)

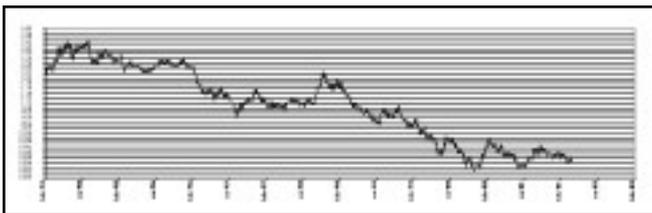
# Devises

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

## ■ Euro

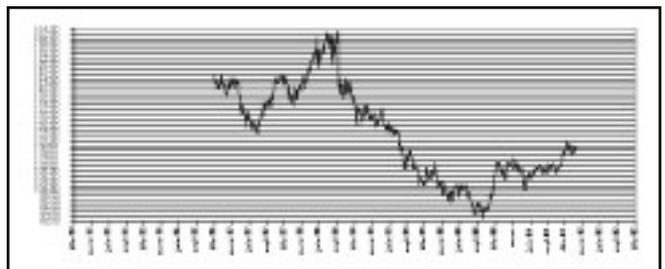
La faiblesse de l'euro trouve son explication dans deux éléments qui risquent de perdurer. D'une part, le manque de cohésion politique en Europe. L'ensemble des gouvernements des pays-membres manque encore d'esprit européen. Ces gouvernements donnent l'impression de défendre plus leurs intérêts nationaux que les " idées " européennes. Lors d'une interview à l'occasion des fêtes de fin d'année, nous avons souhaité que l'esprit " européen " prenne le dessus sur les idées " nationales " et que bientôt les Européens parlent de leur devise commune comme les Américains parlent du dollar. Dans l'état actuel des réflexions, nous sommes bien obligés de constater que l'on ne se rapproche pas de cette façon de penser.

### L'euro en dollar depuis décembre 1994



Comme on l'aura observé dans le tableau ci-dessus l'euro a encore perdu presque 0.75% face au dollar depuis le début de l'année. Et son évolution face au yen est très similaire à celle du dollar face à cette devise, dont la faiblesse inquiète de plus en plus.

### L'euro en yen depuis décembre 1996



Nous citons au titre de rappel ce que nous disions déjà le mois passé au sujet du yen :

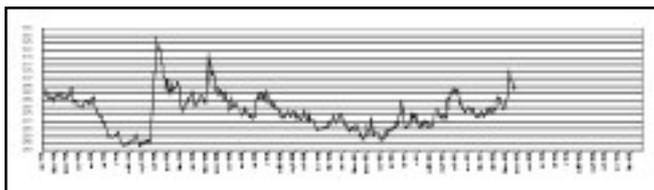
" Une baisse du yen poserait cependant des problèmes, à la fois avec les Etats-Unis, qui, en période de récession, ne verraient pas d'un bon oeil une hausse du prix des importations en provenance du Japon, le 5ème importateur avec 10.7 % des importations, après le Canada, le Mexique, l'Union Européenne et la Chine. Une baisse de la monnaie nippone serait également très mal perçue par les autres pays de l'Asie du Sud-Est et en particulier la Chine, dont le Japon est le deuxième partenaire après les Etats-Unis (hors Hong Kong), avec 22.9 % des exportations (hors Hong Kong). Un affaiblissement de la devise nippone ne constitue, de toute façon, qu'une mesure palliative et temporaire, qui ne résoudrait pas le vrai problème du Japon, qui réside dans une profonde rigidité structurelle et bloque toutes les tentatives de réformes. "

La seconde explication de la faiblesse de l'euro est la politique de fermeté du dollar suivie par les autorités américaines. En agissant sur le prix de l'once d'or (voir ci-après) elles suivent une politique qui empêche un recul de la devise américaine visant à maintenir la " confiance " du monde dans la devise.

## ■ Once d'Or

L'évolution du cours de ce métal pose question. Comme on l'observe sur le graphique ci-dessous, le cours réalise plusieurs " sauts " à la hausse.

### Once d'or en dollar depuis janvier 1999



Les " milieux généralement bien informés " laissent courir la rumeur d'opérations de " short covering " par certaines grandes banques américaines. Des positions à la baisse auraient été initiées par ces banques (avec le " nihil obstat " du gouvernement) en vue de maintenir le dollar " à niveau ". Il semble de plus en plus certain que les autorités américaines souhaitent soutenir le cours du dollar afin d'éviter une méfiance vis à vis de cette devise, un reflux du cours étant catastrophique pour les finances de ce pays et surtout pour son système bancaire. Certains vont même jusqu'à dire que les autorités " freinent " la baisse de la bourse pour permettre au système bancaire de s'adapter.

# Economies

EUROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.4

## ■ ETATS-UNIS

### ■ Le budget US 2003 et ses conséquences sur les marchés

Le débat sur le budget 2003 (oct. 2002/oct. 2003) fait rage. Après quelques mois " d'union nationale " entre Républicains et Démocrates, les divergences resurgissent alors que se profilent les élections de mi-mandat à l'automne 2002 et que le budget va, quoi qu'il en soit, être en déficit pour la première fois depuis 1997. Alors que se dessine une tentative de reprise économique mais que la politique de l'administration Bush s'oriente vers un retour à une politique keynésienne, alors que l'administration Clinton avait, au contraire, privilégié la réduction des dépenses de l'Etat fédéral et de la dette fédérale, les implications d'un tel changement sont multiples pour les marchés financiers, modifiant un équilibre établi depuis plusieurs années. Dans ces conditions, il est compréhensible que les discussions sur le budget suscitent de vives réactions au sein du monde politique américain.

#### Le retour au déficit budgétaire

Après les attentats du 11 septembre, il est apparu clairement que l'excédent budgétaire (2.5 % du PIB en 2000 contre -5 % en 1992), qui avait atteint \$127 milliards en 2001 et qui était encore attendu en 2002 à \$276 milliards \$ par le CBO (Congressional Budget Office) allait fondre pour faire place, à nouveau, à un déficit, dans le cadre d'une politique keynésienne à peine déguisée et faisant l'objet d'un large consensus " national ". Le retour à l'équilibre budgétaire avait été rendu possible par une croissance des revenus supérieure à celle du PIB, source de rentrées fiscales en forte hausse, par la diminution du coût de la dette et la baisse du budget de la défense.

■ Aide d'urgence :	40 mds \$
■ Aide aux compagnies aériennes:	5 mds \$ accordés 15 mds \$ prévus
■ Aide à Amtrack (compagnie ferroviaire) :	3 mds \$ demandés
■ Aide aux assurances :	10 mds \$
■ Diminution de l'impôt sur le revenu	50 mds \$ dû à la probable récession
■ Réduction d'impôts :	70 mds \$
	193 mds \$

Dès le mois de janvier 2002, Alan Greenspan s'est opposé ouvertement à la politique budgétaire de l'administration Bush, considérant que l'injection de près de \$200 milliards (mds) dans l'économie était de nature à faire remonter les rendements longs, ce qui pouvait avoir des conséquences dommageables pour la reprise en cours. En d'autres termes, on passerait du scénario en " v " à celui en " w ". Le président de la Federal Reserve (Fed) a nettement modéré ses propos dans son " Testimony " du 24/1 devant le Sénat :

- malgré le recul de l'activité, les USA resteront en situation d'excédent budgétaire à long terme, mais l'excédent cumulé 2002/2011 reviendra de 5.6 mds \$ à 1.6 md \$ ;
- le poids de l'effet de richesse négatif (impact de la baisse des Bourses) est important dans le recul des rentrées fiscales des sociétés : les impôts sur les plus-values en capital représentent un quart des rentrées fiscales " Corporate ".

Actuellement, les démocrates, redevenus majoritaires au Sénat, rejettent le projet de Budget 2003 de l'administration Bush présenté le 4/2. Ce projet est fondé sur :

- Un déficit porté à 106 mds \$ (14 mds \$ en 2004, retour à l'excédent en 2005) ;

- Une augmentation de 591 mds \$ du plan de réduction d'impôts de 1350 mds \$ déjà voté (échéance 2010) ;
- Un poste défense augmenté de 15 % à 379 mds \$

Les divergences concernant le budget sont, de plus, cette année, exacerbées par la proximité des élections de mi-mandat, qui auront lieu à l'automne 2002 : ces dernières transforment le budget en enjeu autant politique que financier, ce qui inscrit ce débat dans la durée et devrait rendre le vote de ce budget particulièrement houleux.

### ■ Conséquences pour les marchés

#### Marché obligataire

Cette incertitude concernant l'orientation de la politique budgétaire pèse actuellement sur le marché obligataire. Elle constitue, avec les incertitudes quant au " timing " de la reprise de l'activité économique, le plus grand facteur de volatilité sur les marchés de crédit. Si les implications d'une reprise de l'activité économique aux Etats-Unis sont assez claires sur l'évolution du marché obligataire (impact négatif en raison d'une reprise des anticipations de rendements supérieurs sur les marchés actions, associé à un effet de hausse des prix dû à l'accélération de l'activité), celles de l'orientation de la balance budgétaire et de l'importance de son solde le sont tout autant. L'administration fédérale US est en effet le plus gros emprunteur et un budget prévisionnel déficitaire conditionne des anticipations d'émission de titres du Trésor américain. La situation décrite plus haut, à savoir un retour à un déficit budgétaire de 106 mds \$, contient donc un signal de baisse du marché obligataire (remontée des taux) qui, combiné à la reprise de l'activité économique qui pourrait avoir lieu dès le second semestre 2002, peut faire craindre un retrait massif du marché obligataire et une forte remontée des taux (certains n'hésitant pas à évoquer un scénario similaire au krach obligataire de 1994...).

Si la dégradation du marché obligataire durant l'année 2002 ne fait aucun doute, les contraintes relatives à la gestion de la dette fédérale constituent cependant des facteurs limitatifs de la remontée des

taux. En effet, la dette gouvernementale est aujourd'hui plafonnée à 5 950 milliards de \$ et le Trésor estime que cette limite devrait être atteinte au mois de mars 2002 (le montant actuel de la dette s'élève à 5 900 mds \$), ce qui signifierait un arrêt des emprunts à cette date. Le maintien de cette limite signifierait l'impossibilité du gouvernement US à financer les budgets à venir... Pour cette raison, le Secrétaire du Trésor Paul O'Neill a réclamé, devant le Congrès, une augmentation du plafond de la dette à 6 700 milliards \$. Malgré la demande du Trésor, le plafonnement de la dette devrait permettre d'éviter une trop forte hausse des taux longs US. L'augmentation du plafond de la dette paraît, de toute façon, inévitable afin de financer les dépenses à venir. Cependant, le marché devrait croire au respect du nouveau plafond qui sera adopté par le Sénat dans la mesure où ce dernier dispose d'une solution de secours. En effet, le plafond de la dette se limite aux titres obligataires, ce qui exclut, de fait, les emprunts sur le marché monétaire. Le Trésor peut donc se financer sur des titres à un an et ainsi dépasser le montant théorique de l'endettement maximum autorisé. Ce recours s'effectuera d'autant plus facilement que les taux sont aujourd'hui très bas, ce qui permettra à l'administration d'emprunter à un coût faible.

Si le passage en déficit budgétaire et la remontée du plafond de la dette vont effectivement constituer des pressions à la hausse des taux longs US, l'existence de ce plafond va permettre de contrôler cette remontée. De plus, les incertitudes (évoquées plus haut) concernant le vote du budget, liées à une politisation particulière du vote du budget cette année, risquent de provoquer ou de prolonger un mouvement de flight-to-quality qui permettra aux placements obligataires de conserver un certain attrait en 2002 et de limiter, par ce biais également, la remontée des taux longs. En effet, les investisseurs risquent probablement d'hésiter encore quelques mois à investir massivement sur la reprise économique, attendant une stabilisation de la situation politique et le début d'une tendance ferme en terme d'activité économique.

Un autre élément qui devrait empêcher un krach obligataire réside dans l'absence d'inflation, qui

constitue un environnement favorable pour les obligations. L'indice des prix à la consommation progresse, en effet, de 1.6 % en glissement annuel au mois de décembre 2001, proche de son plus bas des années 1990 (+1.4 % en 1998). Le marché obligataire est très corrélé à l'inflation, comme le montre la corrélation importante qu'il existe entre le taux à 10 ans et l'indice des prix à la consommation. On peut noter, cependant, que cette corrélation ne suffit pas à enrayer un krach, puisque l'inflation était restée quasiment stable (quoiqu'à un niveau plus élevé que le niveau actuel) en 1994. Compte tenu du fait que les tensions inflationnistes semblent contenues à moyen terme, en raison de prix du pétrole bas et de la concurrence forte qui règne entre les entreprises américaines pour préserver leur parts de marché, les taux longs US devraient être modérés dans leur remontée.

Enfin, la remontée du taux d'épargne des ménages vers un taux plus proche de 5 % (moyenne de la décennie 90), après avoir oscillé autour de 1.5 % depuis 1999 et touché un point bas de 0.2 % au mois d'octobre 2001 (ce qui explique la bonne tenue de la consommation au 4ème trimestre), devrait également constituer un facteur limitatif de remontée des taux longs.

### Marchés actions

Le budget 2003 ne devrait pas profiter nettement aux indices " actions ", si la reprise économique faisait " défaut ". La baisse des indices depuis deux ans a été la conséquence, dans un premier temps, de l'explosion de la bulle spéculative qui s'était formée, puis, dans un deuxième temps, du ralentissement marqué de l'activité qui a eu lieu à partir de l'automne 2000 et qui a pesé sur les profits des entreprises, celles-ci ajustant, pour la plupart, leur appareil de production, également en surcapacité à la fin des années 1990.

Ces ajustements ne semblent pas toucher à leur fin, même si la confiance des entrepreneurs (mesurée par l'indice ISM – anciennement NAPM) est revenue au niveau de la mi-2000, les stocks sont à un niveau très bas après le déstockage historique enregistré en 2001. Les perspectives de profits, si elles restent limitées en 2002 dans la mesure où les entreprises auront besoin de temps pour reconstituer leurs marges, quasi nulles depuis plusieurs années, sont faiblement présentes.

## ■ FRANCE

Le PIB enregistre un recul au 4ème trimestre 2001, pour la première fois depuis le 4ème trimestre 1996. Il recule de 0.1 % après une progression de 0.5 % au 3ème trimestre. Ce chiffre est inférieur aux attentes des économistes, qui se situaient à + 0.1 %. Le taux de croissance pour l'ensemble de l'année 2001 est donc de 2.0 % après +3.6 % en 2000. Ce recul est dû à la contribution négative des stocks (-0.4 %) et de l'investissement (-0.1 %). Les dépenses de consommation des ménages ralentissent nettement par rapport au 3ème trimestre et ne progressent que de 0.2 % après + 1.1 % au 3ème trimestre. Le commerce extérieur apporte une contribution positive à la croissance (+ 0.1 %), les exportations diminuant moins fortement que les importations (- 3.8 % contre - 4.7 %). Ce ralentissement ne devrait pas se prolonger en 2002. Le risque pour la croissance européenne se situe plutôt du côté de l'Allemagne, qui a probablement connu une récession à la fin de l'année 2001. Cependant, même si l'Allemagne reste à la traîne des pays européens en terme de croissance en 2002, les perspectives semblent s'améliorer, comme l'ont rapporté la Bundesbank et l'institut DIW la semaine dernière. Une progression de 1.2 % en Allemagne en 2002 est possible.

# Bourses

UROSTOXX 50 +1.98 NASDAQ 100 +0.41 S&P 100 +8.89 NASDAQ EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41

## ■ ETATS-UNIS

### ■ Hewlett-Packard (HP)

Le fabricant américain a publié les résultats de son premier trimestre de l'année 2002. Il en ressort : un résultat net de \$ 484 millions soit \$ 0.25 par action, un chiffre qui a été plus que triplé par rapport au 1er trimestre 2001. La société a montré une capacité impressionnante de maîtrise de coûts. Ainsi, la marge brute du groupe passe de 25.7% à 26.9% en un an. Sur la même période, les dépenses opérationnelles ont reculé de 5.4%. Sur le trimestre, HP a dégagé une trésorerie nette de \$1.6 milliards (Mds), contre une réduction de \$600 millions (M) au 1er trimestre 2001. Durant le 4eme trimestre 2001, la société a réduit sa dette court terme de \$260M et a fait baisser ses stocks de \$746M. Hors éléments exceptionnels, le résultat net s'élève à \$564M soit \$0.29, un chiffre supérieur aux attentes des analystes (\$0.25). Un chiffre d'affaires aussi supérieur aux attentes à \$11.4Mds. A noter, la mauvaise performance de la division "computing systems" : les serveurs Unix ont enregistré un recul de 21%, le stockage de données, une baisse de 13% et les software, 18% de recul par rapport à l'année précédente. Concernant les PC, la société a enregistré une hausse de 3% de la partie grand public. Pour le prochain trimestre, le groupe prévoit un léger recul de son chiffre d'affaires (les ventes aux entreprises restant faibles), mais une marge brute et des dépenses équivalentes à celles de ce trimestre.

### ■ Nortel

L'équipementier américain considère que ses objectifs d'activité pour le trimestre en cours seront difficiles à tenir. Nortel prévoyait, jusqu'il y a peu, une chute de 10 % des ventes par rapport au 4eme trimestre 2001, soit un chiffre d'environ \$3.5 Mds. Le groupe a toutefois réitéré ses objectifs de reprise graduelle de l'activité à compter du 2eme trimestre

2002 et un retour à la rentabilité à partir du dernier trimestre 2002. Franck Dunn, l'actuel (et nouveau) PDG de Nortel, cumulera cette fonction avec celle de directeur financier (son ancien poste chez Nortel) suite à la démission de Terry Hungle. Ce dernier a dû se démettre suite à des rumeurs, qu'il dément, de délit d'initié. Le quasi-avertissement de Nortel sur ses ventes, qui fait suite au discours timoré de Cisco, au profit warning de Ciena et au report des perspectives de reprise de JDSU, confirme les difficultés qui continuent de prévaloir sur le marché US. A l'horizon se dessine dès lors un semblable avertissement de Lucent, d'autant plus probable que ce dernier est le seul dans l'industrie à prévoir une croissance séquentielle de l'activité dès ce trimestre.

### ■ Texas Instruments

Texas Instruments, premier fabricant mondial de microprocesseurs pour téléphones portables, a réaffirmé ses projections de bénéfice et chiffre d'affaires pour le 1er trimestre 2002. Le bénéfice par action, hors éléments exceptionnels, devrait se situer autour de l'équilibre. Le chiffre d'affaires devrait être du même ordre qu'au 4eme trimestre 2001, soit 1,8 Md\$ environ. Sur l'ensemble de l'exercice 2002, les dépenses de R&D seront équivalentes à celles de 2001, soit 1,5 Md\$, tandis que les investissements industriels seront ramenés de 1.8 Md\$ en 2001 à près de 800 M\$. Au 4eme trimestre 2001, Texas Instruments était encore en perte nette de 116 M\$, soit \$0.06 par action. L'amélioration des conditions de marché se confirme progressivement pour Texas Instruments qui devrait pouvoir s'appuyer sur de bonnes ventes de ses DSP (Digital Signal Processor) et de ses processeurs OMAP (équipant notamment les futures plate-formes de référence de Nokia) pour affiner son portefeuille de produits et gagner en rentabilité.

## ■ EUROPE

### ■ Belgique

#### ■ Fortis

Un second profit warning! Après avoir réalisé une analyse approfondie de ses portefeuilles de crédit et d'investissement dans le cadre de la clôture de ses comptes annuels, Fortis a annoncé devoir renforcer ses provisions et ne peut donc plus tenir ses objectifs de croissance du résultat opérationnel et du résultat net, tels qu'annoncés après le 3ème trimestre 2001. Les travaux menés aboutissent, en effet, à la nécessité de renforcer les provisions du portefeuille d'investissement des activités d'assurance aux Etats-Unis. En conséquence, le résultat net d'exploitation pour 2001 devrait être d'environ 5% inférieur à celui de 2000, soit désormais € 2237 millions. De plus, une provision supplémentaire de € 195 millions après impôts a été constituée en vue de la restructuration des activités souffrant de la détérioration des marchés. La banque a décidé d'accélérer les départs en retraite anticipés et les accords sociaux qui en résultent. Cette provision sera actée dans les éléments non courants. En conséquence, Fortis prévoit pour 2001 un résultat net de quelque 7% inférieur au résultat record enregistré en 2000, soit autour de € 2575 millions. De plus amples informations seront communiquées lors de la présentation des résultats annuels le 13 mars 2002.

#### ■ Umicore

Umicore a publié un revenu net par du groupe (RNpg) 2001 de 116.0 MEUR<sup>1</sup>, légèrement supérieur aux attentes, confirmant la forte détérioration de la rentabilité du groupe sur le 2ème semestre 2001. Les perspectives sur le zinc restent peu favorables pour 2002. Le résultat opérationnel ressort à 121.3 MEUR (3.5% du CA), marquant une forte détérioration de la rentabilité du groupe sur le 2ème semestre 2001 (21.8 MEUR, contre 99.5 MEUR au S1 01). Face au ralentissement économique du 2ème semestre 2001, seule la division Métaux précieux affiche une bonne résistance (23.3 MEUR, contre 27.0 MEUR au 1er semestre 2001, dont 12 MEUR de gains sur stocks de produits finis) et représente désormais 35% de l'EBIT consolidé (contre 17% en 2001). Les branches Zinc (7.8 MEUR, contre 44.0 MEUR au 1er semestre) et Cuivre (-3.2 MEUR, contre 16.2 MEUR au S1) enregistrent les plus fortes chutes de rentabilité, en raison

- 1) de la forte chute des cours des deux métaux sur la période (respectivement -20.6% et -16.5%) et
- 2) d'incidents de production survenus à Balen (Zinc) et Pirdop (Cuivre).

Les perspectives sur le zinc restent peu favorables pour 2002, malgré l'annonce faite par Glencore d'une fermeture de sa raffinerie de zinc + plomb de Porto-Vesme (100 Kt de capacité). Le niveau des stocks au LME demeure en effet encore élevé (+37.7 Kt depuis décembre, à 471.1 Kt en janvier 2002) et les débouchés devraient rester déprimés en 2002. Rappelons que le marché de la galvanisation (48% de la demande de zinc) devrait voir un ralentissement de son rythme de croissance sur la période 2000-05, à +2.6% (contre +6.6% entre 1990 et 1997), avec une réduction du taux d'utilisation des capacités estimé à 78% dès 2002 (contre 91% de 1998-00), conséquence des surcapacités actuelles. On observe en effet notamment un tarissement de la croissance des débouchés de la galvanisation dans l'automobile.

---

<sup>1</sup> intégrant 29.7 MEUR de produits exceptionnels (soit 56.0 MEUR de plus-value de cession De Beers, partiellement compensée par divers éléments négatifs)

## ■ Espagne

Le gouvernement vénézuélien ayant décidé de laisser librement flotter le Bolivar, la monnaie locale, celle-ci a perdu près de 20 % à la reprise des cotations et l'instabilité politique et sociale semble gagner du terrain. La contribution de Banco Caracas, la filiale vénézuélienne, aux résultats du SCH s'élève à 5.5% tandis que de Banco Provincial contribue à hauteur de 3.9% aux profits de BBVA. Même si on est loin de la crise argentine, l'angoisse d'un risque systémique, que d'aucuns refusent d'intégrer pour l'instant, y compris les agences de notation, persiste. L'assemblée générale a approuvé une augmentation de capital d'un montant nominal de € 127,9 millions lui permettant de financer l'acquisition de la société allemande AKB-Bank, spécialisée dans le crédit à la consommation pour le secteur automobile et que SCH avait acquise en juillet 2001 auprès du groupe Werhahn. Cette augmentation de capital va entraîner l'émission de 255,81 millions d'actions ordinaires d'une valeur nominale de € 0,5 et une prime d'émission comprise entre € 3,80 et 12, soit une augmentation de capital minimale de € 1.1 milliard, correspondant à 5% du capital actuel. Le SCH deviendra avec une part de marché de 13% la première société indépendante de financement d'achats de véhicules en Allemagne avec l'achat d'AKB-Bank et la fusion de celle-ci avec CC-Bank, la filiale du SCH en Allemagne. Lors de l'AG, M. Botin a proposé la distribution d'un quatrième dividende de € 0,063 à verser en avril, soit un dividende total de € 0,28 par action pour l'exercice 2001, en hausse de 5,5% par rapport à 2000. Le directeur général et N°2 de la banque, Angel Corcostegui, a annoncé sa démission et a été remplacé par l'actuel président de Banesto, Alfredo Saenz, conformément à la rumeur. M. Corcostegui a annoncé sa décision pour "des raisons personnelles" lors d'une réunion extraordinaire du conseil d'administration du SCH. Il quitte toutes ses fonctions, à savoir celles de premier vice-président de la banque, de directeur général et de membre de son conseil d'administration. Outre le titre de directeur général

du SCH, Alfredo Saenz occupera la deuxième vice-présidence de la banque. La première vice-présidence, sans fonction exécutive, revient à Jaime Botin, frère d'Emilio Botin et président de la banque Bankinter. Ana Patricia Botin, fille aînée du président Botin, a été nommée à la tête de Banesto, filiale du SCH, en remplacement de M. Saenz. Elle devient la première femme en Espagne avec une fonction aussi importante dans une banque. La position de M. Corcostegui était devenue intenable au sein du SCH après la démission en août dernier du co-président du SCH José Maria Amusategui dont il était le bras droit. Le départ en retraite de M. Amusategui n'était prévu qu'en mars 2002, confirmant ainsi la prise de pouvoir exclusive de M. Botin

## ■ France

### ■ Thomson Multimedia (TMM)

La société clôture une année 2001 satisfaisante et se prépare pour la suite. Le chiffre d'affaires pour l'année 2001 atteint 10.5 Mds€, soit une croissance de 15.4 % par rapport à 2000, liée à l'intégration des résultats de Technicolor et Philips Broadcast. A périmètre constant, le chiffre d'affaires affiche en revanche un recul de 3.5 %. Sur le 4eme trimestre 2001, TMM enregistre une progression de 27 % par rapport au même trimestre 2000, avec un chiffre d'affaires de 3.4 Md€, grâce notamment à une croissance de 22.5 % des activités Ecrans et Composants (le lancement de la X-Box a permis de fortes ventes de composants optiques). Le résultat opérationnel s'élève à 636 M€ pour l'ensemble de l'exercice 2001, soit une marge opérationnelle de 6.1 % conforme aux objectifs du groupe. En plus de sa bonne maîtrise des coûts, TMM prouve ainsi sa réactivité opérationnelle et la qualité de son nouveau positionnement, sur l'ensemble des marchés et services liés à l'image vidéo. Le résultat net part du groupe s'élève à 286 millions (M)€ en 2001, contre 394 M€ en 2000 soit une baisse de 27.4 %. TMM est en outre parvenu à réduire son besoin en fonds de roulement et termine ainsi l'année 2001 avec une trésorerie nette positive de 400 M€. Pour l'exercice 2002, Thomson Multimedia maintient ses objectifs de croissance supérieure à 10 % du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel. De manière prudente, TMM projette une structure de coûts en 2002 identique à celle du 2eme trimestre 2001, mais envisage une levée de fonds pour financer ses projets de croissance externe. Le titre a ainsi été sanctionné car l'Etat a annoncé qu'il céderait une partie de TMM dans le cadre de cette opération. Actuellement, la part de l'Etat dans Thomson Multimedia s'élève à 38 %. Il s'agit désormais de savoir quand sera effectuée cette opération et surtout quelle sera l'ampleur du désengagement (dans leur édition du 13 février, Les Echos parlaient d'une participation de l'Etat ramenée à 20 %).

## ■ Grande Bretagne

### ■ Abbey National

L'impasse sur 2001...et peut être même 2002! Abbey National, spécialisée dans le crédit immobilier, a annoncé une baisse de 2% de son bénéfice avant impôts en 2001 à cause d'une charge de £ 256 millions (€ 415 millions) pour dépréciation d'actifs dans son activité aux entreprises (incluant Enron). Le bénéfice imposable est ressorti l'an dernier à £ 1,94 milliard (€ 3.17 milliards), globalement en ligne avec les prévisions des analystes qui affichaient des prévisions dans une fourchette de £ 1,85 à 2,03 milliards. La banque a profité d'une conjoncture favorable dans ses activités de prêts où elle s'arroge désormais une part de marché de 9.5%, avec un volume de prêts de £ 5.2 milliards contre 3.2 milliards un an plus tôt. Les profits de cette branche se sont accrus de 2% à £ 1.3 milliard. En revanche, pour les raisons invoquées ci dessus, la branche banque de gros a enregistré une chute de 12% de sa contribution à £ 4 millions. La banque britannique a ajouté que 2002 serait encore une année difficile et qu'elle s'attendait à ce que le ralentissement économique américain ainsi que ses efforts pour réduire son profil de risque pèsent sur la croissance de son bénéfice. La deuxième banque de crédit immobilier du Royaume-Uni, qui a échappé l'an dernier à une OPA de Lloyds TSB a été frappée en 2001 par les aléas de sa division de banque aux entreprises. Il lui a fallu en outre prendre des provisions importantes pour dépréciation d'actifs à cause de son exposition aux obligations à haut risque ("junk bonds") américaines et à Enron, pour lequel la banque a dû provisionner £ 95 millions.

### ■ GlaxoSmithKline (GSK)

GSK, le numéro 2 mondial de la Pharma, a publié un chiffre d'affaires (CA) 2001 supérieur aux attentes à 20.49 milliards (Mds)£ en hausse de 13.33% en publié et 11% à taux de change identiques ce qui représente une progression de +14.8% du CA Pharma à 17.2 Mds£ (84% du CA total groupe) et

+23.9% pour le Consumer HealthCare à 3.3 Mdsf grâce à l'acquisition de Block Drug (acquisition effective en janvier 2001), hors cette acquisition, la croissance n'aurait été que de 3.2%. Comme la majorité des groupes européens, les ventes Pharma US ont enregistré une forte hausse, +16%, et représentent maintenant 50% du CA Pharma de GSK.

Progression des axes thérapeutiques :

- Système nerveux central - +22.2% à 4Mdsf avec notamment Paxil (anti-dépresseur concurrent de Prozac) pour l'année 2001 et un très bon 4eme trimestre 2001 (avec +34% aux USA). Rappelons qu'au 3eme trimestre 2001, on notait une baisse de 10% de Paxil aux USA ; GSK l'expliquait par un effet de surstockage au 2eme trimestre 2001 et donc un déstockage au 3eme trimestre 2001 mais on pouvait aussi craindre un impact négatif de l'érosion générique du Prozac. La croissance au 4eme trimestre 2001 aux USA élimine donc cette possibilité ;
- Allergies/respiratoire : +26.8% à 3.54Mdsf avec pour le Flovent (anti-asthmatique) et belle performance d'Advair qui enregistre un CA de 850M€ dont 328M€ aux USA alors que ce produit n'a été introduit sur le marché US qu'au 2eme trimestre 2001!
- Antiviraux : +12% à 2.13Mdsf avec une très forte progression des traitements anti HIV ;
- Antibiotiques/antibactériens : +5.3% à 2.6Mdsf ; cette croissance peut paraître faible mais cache une augmentation des ventes de l'Augmentin de 16.6% sur l'année à 1.42Mdsf qui compense la baisse de produits plus anciens ;
- Métabolisme/gastro-intestinal : +23.3% à 1.48Mdsf avec un CA de 707M€ pour Avandia, inférieurs aux estimations suite à un effet de déstockage de la part des grossistes.

GSK continue de bénéficier des restructurations de fusion au niveau des dépenses opérationnelles avec une progression dépenses de R&D en hausse de 1.8% seulement ce qui permet à la marge opérationnelle de gagner 1.7 point de marge à 29.54% contre 27.8% en 2000.

## ■ Italie

### ■ Secteur bancaire

L'amnistie décrétée par le gouvernement italien sur les capitaux non déclarés a permis de rapatrier dans la péninsule € 681 millions seulement l'an dernier, a annoncé la direction des changes. Il s'agit de capitaux placés à l'étranger qui échappent au fisc italien puisque le revenu des intérêts n'est jamais déclaré et qu'aucun impôt n'est donc payé. Les personnes concernées peuvent s'amender de deux façons : soit payer une amende correspondant à 2,5% du capital non déclaré et le rapatrier ou le laisser à l'étranger, soit le ramener en Italie et l'investir dans des fonds d'Etat à faible taux d'intérêt. Cette amnistie arrive à échéance le 28 février, mais il est probable que le gouvernement la prolonge.

Les banques italiennes cotées sont exposées à un peu moins d'un milliard d'euros à la faillite du courtier en énergie Enron, a estimé le président de la Consob, Luigi Spaventa. Selon les derniers recensements, l'exposition des banques italiennes est la suivante : Intesa BCI € 5 millions en direct et € 250 millions logés dans la filiale du Brésil, Unicredito € 23 millions, BP Milano € 20 millions en direct et € 20 millions en obligataire, BNL € 120-130 millions, San Paolo IMI € 50 millions plus € 40 millions qui seraient garantis, Banca di Roma € 20 millions. Unicredito aurait d'ailleurs laissé entendre qu'elle allait poursuivre JP Morgan et Citigroup, banques conseils de la compagnie faillie.

Sanpaolo IMI a annoncé avoir réalisé un revenu net part du groupe (RNpg) de € 1,203 milliard, en recul de 2,3% sur le chiffre pro-forma 2000. Ce tassement du résultat était attendu par les analystes interrogés par Reuters, dont les estimations s'échelonnaient de € 1,18 à 1,25 milliard. Le produit net bancaire ressort à € 5,869 milliards en recul de 4,9% sur le chiffre pro-forma de 2000. Le N°3 bancaire italien note avoir enregistré "*des premiers signes de reprises*" au 4eme trimestre 2001 après un 3eme trimestre difficile, qui ont permis une remontée "partielle" de ses niveaux de rentabilité. Le groupe a parallèlement décidé de mettre en oeuvre un programme de rachat d'actions dans l'optique de la fusion avec Cardine Banca. La banque se

réserve la possibilité d'utiliser jusqu'à 70 millions de ses propres actions pour cette fusion. Les parités retenues dans le cadre du rachat de Cardine, projet annoncé en décembre, prévoient que les actionnaires de Cardine Banca reçoivent 1,795 action Sanpaolo IMI pour chaque titre Cardine détenu.

#### BNL

Le conseil d'administration de la BNL a fait savoir que le groupe tablait sur une progression de l'ordre de 8% de son résultat d'exploitation consolidé provisoire 2001 (€ 1.16 milliard en 2000) et ce, en dépit d'une très forte exposition en Argentine. La 6ème banque Italienne a cependant surpris la communauté en décidant de faire un " write off " complet de ses actifs en Argentine, ce qui lui coûtera € 527 millions avant impôts. Ce montant est supérieur de 20% aux attentes. La banque devrait en revanche avoir réussi à maîtriser ses charges d'exploitation, qui ne devraient progresser que de 4.4%. Le conseil d'administration a par ailleurs indiqué qu'il tablait toujours sur un RNpg positif. Le consensus des analystes prévoyait une chute de près de 50% de ce résultat, autour de € 425 millions. Il vaut mieux désormais tabler sur un RNpg compris entre € 50 et 60 millions du fait du traitement radical de la crise argentine dans les comptes de la banque. En revanche, la BNL a indiqué qu'elle comptait, en l'état actuel des choses limiter le versement d'un dividende aux seuls titres d'épargne, afin de renforcer la structure financière de la banque. Sa participation à l'OPA du groupe d'édition De Agostini sur Lottomatica (gestion de jeux) lui a permis de réaliser un gain d'environ € 207 millions (net d'impôts). Cette somme sera utilisée pour renforcer la structure en capital du groupe et pour couvrir des crédits et risques généraux.

#### Popolare di Milano

Le président Roberto Mazzotta a laissé entendre en fin de semaine dernière qu'il souhaitait voir son groupe participer à la seconde vague de concentration du secteur bancaire dans une interview au journal Il Sole 24 Ore. Il a également indiqué qu'il travaillait actuellement à une réforme de son système de Corporate Governance, souhaitant notamment réformer le système interne de votes, projet qui devrait être présenté lors de l'assemblée du 20 avril prochain. Enfin, il a confirmé

que si le projet de fusion entre Bipop Carire et Banca di Roma arrivait à son terme, la banque réussirait à se défaire de sa participation de 10.3% dans Bipop, résultant de garanties prises auprès de Garfin à qui la banque avait octroyé divers concours se montant au total à € 500 millions.

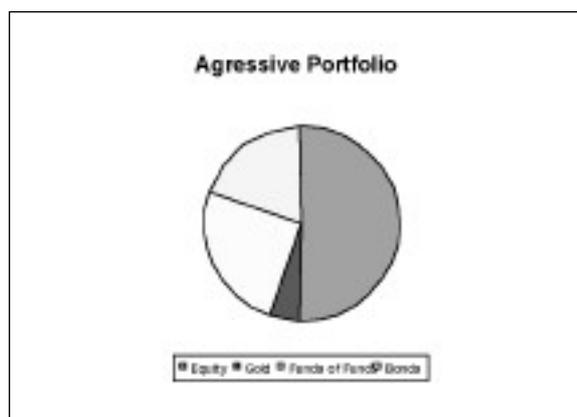
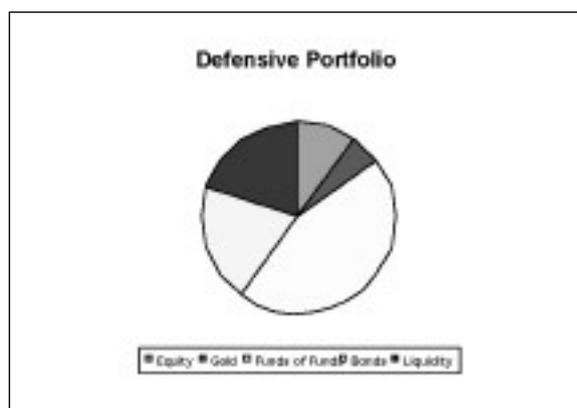
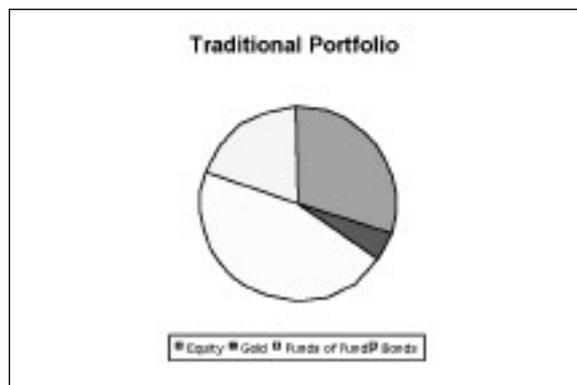
#### ■ **Telecom Italia**

Les résultats consolidés préliminaires de l'exercice 2001, sont inférieurs aux objectifs fixés au mois de septembre 2001. La croissance de l'activité et de l'EBITDA est en effet sous la barre des 15 % fixés par l'ancienne direction et maintenue par la nouvelle équipe à son arrivée aux commandes. La bonne performance au niveau des cash flows libres (qui doublent sur l'année pour atteindre €5.8 Mds), de même que l'agressivité de la politique de cession d'actifs (qui ne se fera toutefois que pleinement sentir qu'à compter du 1er trimestre 2002, avec notamment la vente de la participation dans Bouygues Télécom) permettent en revanche à l'opérateur italien d'afficher un niveau d'endettement largement au-dessous de l'objectif des €25 Mds. Le passage de provisions pour dépréciations d'actifs, d'un montant de €3.8 Mds (dont €1.6 Md avait déjà été annoncé en novembre dernier), devrait amener le groupe à enregistrer ses premières pertes consolidées sur les deux dernières décennies. Le groupe maintiendra toutefois sa politique de versement de dividendes inchangée. Le nettoyage du bilan concerne notamment les activités françaises (9 Telecom), argentines et SEAT Pagine. Le groupe, qui publiait également son plan stratégique sur les trois prochaines années a sérieusement revu ses ambitions à la baisse. L'équipe de Marco Tronchetti Provera table ainsi sur une croissance des ventes du groupe et de l'EBITDA dans la fourchette des 4 à 5.5 % sur les exercices 2002 à 2004, alors que l'ex-équipe de direction misait sur des taux de 10 %. La croissance du groupe devrait être portée par le continent sud-américain où le groupe s'est fixé pour objectif 12.8 millions d'abonnés GSM d'ici à la fin 2004 (contre 2.8 millions à fin 2001). Telecom Italia parie également sur la croissance des services larges bandes sur son marché domestique, un segment qui ne permettra pas toutefois de compenser le déclin de l'activité en Italie (fixe, mobile et services aux opérateurs) qui devrait être de l'ordre de 4 % sur la période.

# Gestion de Fortune

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

La gestion des portefeuilles devant s'orienter plutôt vers une "conversation" des bénéfices acquis durant les années de hausse, étant donné l'orientation générale des marchés, nous pensons qu'il est raisonnable de renforcer la partie "obligataire" des portefeuilles. Le choix de ces positions peut se faire également via des "fonds of funds" obligataires. Pour l'opérateur qui souhaite toucher un revenu régulier, cette proposition ne peut convenir car tous ces fonds sont à revenu "capitalisé". Ces opérateurs choisiront plutôt des obligations ayant des échéances pas trop éloignées pour éviter un impact trop important d'une hausse des taux d'intérêts.



# Euro-Obligations

EUROSTOXX 50 +1,98 NASDAQ 100 +0,41 S&P 100 +8,89 NASDAQ EUROPE +1,02 FTSE 100 +0,4

Cette liste est distribuée à titre exclusivement indicatif. Les informations et avis qu'elle contient ne représentent en aucun cas une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont repris. Les performances passées ne constituent pas nécessairement une certitude quant aux performances futures du titre. Les informations et données reprises dans le tableau

ont été recueillies à partir de sources que nous jugeons fiables. Toutefois, nous ne garantissons pas leur exactitude, ni leur exhaustivité. La sélection d'euro-obligations présentée ci-dessous a été effectuée par nos soins à la date précisée à la fin de cette revue mensuelle et est sujette à changements.

## NOK

### Primaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Fortis	7,25%	05/04/02-04	AA3	101,99%	6,162%
GMAC	7,75%	02/04/02-04	A2	100,955%	7,220%
BNG	6,5%	22/03/02-07	AAA	101,815%	6,068%
EIB	6,5%	26/03/02-08	AAA	101,705%	6,150%

## SEK

### Primaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Dexia Funding	5,5%	28/03/02-08	AA2	101,74%	5,156%

## EUR

### Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Ford	6,125%	19/09/00-05	A3	100,75%	5,870%
Fortis	5,375%	28/02/01-08	AA3	103%	4,786%

## NOK

### Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Statkraft	6,5%	22/02/02-06	AAA	100,9%	6,235%

## USD

### Secondaire

Emetteur	Taux	Echéance	Rating	Prix indic.	Rendement
Dexia Mun. Ag.	4,875%	11/01/02-07	AAA	101,4%	4,543%

# Avertissement

EUROPE +1.02 FTSE 100 +0.41 DAX +0.62 NIKKEI +0.08 NEXT 100 +0.61 DOWJONES 30 +0.57

Ce document purement informatif est destiné à celui auquel il est adressé. Il ne doit être reproduit, copié ou distribué à d'autres personnes. Il ne peut en aucun cas être considéré comme une incitation à vendre ou une sollicitation à acheter et ce quel que soit le type d'investissement ou d'instrument financier. Bien que le présent document ait été soigneusement préparé et les informations qui y sont contenues proviennent des meilleures sources, Leleux Associated Brokers ne saurait garantir l'exactitude des données ou leur caractère complet et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Le recours à votre contact habituel peut s'avérer nécessaire avant tout investissement.



Responsable de la rédaction:  
**Denis Vanderborcht.**  
Date de rédaction:  
**le 25 février 2002.**